

# TALGO (TLGO)

## Actualización

Sector: Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo (Mat. Básicos, Industria y Construcción)

**ACUMULAR**  
**RIESGO: ALTO**

### Accionistas:

 Triatlantic Capital Management: 35,0%  
 MCH Inversiones: 8,9%

### Analista: Paula Sampredo, CFA

 Tel: 34 - 91 - 573 3027  
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

### Mesa de contratación

 Enrique Zamácola / Javier de Pedro  
 Tel: 34 - 91 - 573 3027  
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

 Precio acción (09/04/18): EUR 5,52  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 6,42**  
 # de acciones (mill): EUR 136,56  
 Capitalización bursátil (mill): EUR 753,83  
 Máx/Mín 2018: EUR (5,69/4,26)  
 Máx/Mín (12 meses): EUR (5,75/3,81)  
 % Máx/Mín (12 meses): -4/45

 PER 14: --  
 PER 15: 13,1  
 PER 16: 10,0  
 PER 17: 22,0  
 PER 18E: 26,4  
 PER 19E: 13,4  
 PER 20E: 11,8  
 PER 21E: 13,5

### Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2014	10,3	69,75	38,48	57,35	0,28	0,42	0,00	0
2015	8,4	104,13	59,58	83,68	0,44	0,61	0,00	0
2016	8,8	107,93	61,85	82,15	0,45	0,60	0,07	16
2017	9,4	83,55	34,30	66,70	0,25	0,49	0,00	0
2018E	9,7	68,62	28,51	53,14	0,21	0,39	0,10	50
2019E	7,9	94,64	56,13	70,96	0,41	0,52	0,21	50
2020E	6,7	104,63	64,09	79,82	0,47	0,58	0,23	50
2021E	6,3	92,79	55,75	72,38	0,41	0,53	0,20	50

(\*) EUR millones

Link Securities - Juan Esplandiú, 15 - planta baja - Madrid 28007 - España - Tel: 34 - 91 - 504 0612 - Fax: 34 - 91 - 504 4046

## Factores Claves de la Inversión

- **Talgo (TLGO, la Compañía o el Grupo) es uno de los principales fabricantes de material rodante de España.** Está especializado en los segmentos Muy Alta Velocidad y Alta Velocidad y en coches de pasajeros pendulares, aunque acaba de desarrollar un nuevo producto destinado al transporte regional de pasajeros, ampliando así su cobertura del sector.
- Además, **como parte integral de su modelo de negocio la Compañía realiza el mantenimiento de todos aquellos trenes y coches de pasajeros que fabrica** e, incluso, algunos fabricados por terceros, lo que le otorga una serie de ventajas competitivas al cerrar el ciclo tecnológico del producto y, además, le aporta recurrencia a la cuenta de resultados.
- Apalancándose en esta experiencia, **TLGO ha abierto otra nueva línea de actividad, la de la remodelación integral y extensión de la vida de material rodante.**
- **Los trenes y coches Talgo tienen una tecnología propia diferencial que parte de un concepto de base de producto distinto al de la competencia:** cambio de ancho de vía, pendulación natural, ruedas independientemente guiadas, configuración articulada de coches, construcción ligera y piso bajo.
- **Esta tecnología es especialmente atractiva en mercados donde el coste de la inversión es un factor determinante,** ya que permite acortar los tiempos de trayecto sin necesidad de invertir en infraestructura, además de reducir el consumo energético y los costes de explotación y mantenimiento. Por ello, creemos que TLGO tiene importantes oportunidades de crecimiento en los mercados emergentes.
- **Es previsible que la demanda del mercado ferroviario mundial mantenga un crecimiento anual de alrededor del 2,6% en los próximos años,** gracias a la demanda de movilidad, al crecimiento de la población, al desarrollo de los países emergentes y a la liberalización de los mercados maduros, acompañada de cierta demanda de reposición en estos últimos mercados.
- **Esperamos que TLGO pueda mantener un alto nivel de actividad en los próximos años.** No obstante, ante la reducida recurrencia de su cartera de negocio hemos decidido ser prudentes y hemos proyectado un crecimiento del EBITDA ajustado del 2,5% anual hasta 2021.
- No obstante, **la flexibilidad de su estructura productiva le permite adaptarse fácilmente a descensos puntuales de su cartera,** lo que limita el riesgo inherente al negocio.
- Además, **TLGO cuenta con una sólida estructura financiera, fruto de su gran capacidad de generación de caja,** que le permitirá tener cierta flexibilidad para desarrollar su actividad. En concreto, calculamos que el Grupo dispondrá de Tesorería neta a partir de 2018.
- **Hemos revisado nuestro precio objetivo para TLGO desde EUR 6,39 hasta EUR 6,42 por acción,** por lo que en la actualidad el valor presenta un potencial de revalorización del 16%. Por ello, y a pesar de que TLGO acumula una revalorización del 30% en lo que va de año, mantenemos nuestra recomendación para el valor en **ACUMULAR**, y aprovecharíamos posibles recortes en su cotización para tomar posiciones en él. No obstante, debemos señalar que algunos mercados objetivo a los que se dirige el Grupo tienen cierto riesgo. Esto, y la concentración de la cartera de TLGO actualmente en unos pocos clientes, hacen que calificuemos el riesgo de la inversión como **ALTO**. A medida que aumente el peso de la actividad de mantenimiento en el negocio de TLGO y se produzca su entrada efectiva en los trenes regionales, mayor será la recurrencia y la visibilidad de los resultados del Grupo.

**RECOMENDACIÓN: ACUMULAR**

**RIESGO: ALTO**

## **TALGO REGISTRÓ UN DESCENSO DE SUS RESULTADOS COMO CONSECUENCIA DE LA ACTUAL FASE DE EJECUCIÓN EN LA QUE SE ENCUENTRAN SUS PROYECTOS EN CARTERA**

---

TLGO obtuvo un beneficio neto de EUR 34,3 millones en el ejercicio 2017, un 44,5% por debajo del alcanzado en el ejercicio anterior. En términos ajustados el descenso del beneficio neto atribuible fue del 37,9%, hasta EUR 42,8 millones.

La cifra de negocio retrocedió un 33,7% hasta EUR 384,4 millones como consecuencia de la fase del ciclo de fabricación en la que se encuentran los principales contratos que tiene la Compañía en cartera, tras dos ejercicios 2015 y 2016 en los que, además, la facturación se ha visto impulsada por el contrato del AVE La Meca-Medina, ahora ya en sus últimas fases.

No obstante, y en contraste con este descenso de la cifra de negocio, la cartera del Grupo aumentó sustancialmente, gracias a la consecución de nuevos pedidos por importe de EUR 701 millones (EUR 1.018 millones si se tienen en cuenta los pedidos adjudicados pendientes de firmar). Por tanto, el ratio de contratación sobre ventas se situó en 2,6 veces al cierre de 2017, el más elevado en seis años. El principal contrato adjudicado en el ejercicio fue el correspondiente a la fabricación (EUR 580 millones) y posterior mantenimiento (EUR 317 millones) de 30 trenes de Muy Alta Velocidad para RENFE. Al cierre de 2017 la cartera de TLGO (incluyendo el contrato pendiente de firma) alcanzaba EUR 3.100 millones, equivalente a 8 veces las ventas del Grupo. El 71% de dicha cartera corresponde a la actividad de Servicios de Mantenimiento, que se desarrolla a través de contratos a largo plazo que generan ingresos muy recurrentes.

Como consecuencia del descenso de la cifra de negocio el cash flow de explotación (EBITDA) ajustado (excluyendo apuntes no recurrentes) retrocedió un 22,7% hasta EUR 87,6 millones en 2017, si bien este margen sobre ventas registró una mejoría desde el 19,5% en 2016 hasta el 22,8% en 2017, por encima del objetivo del 22% para el año establecido por el Grupo.

En la misma línea, el beneficio de explotación (EBIT) retrocedió un 32,3% hasta EUR 59,4 millones en 2017. El margen EBIT sobre ventas mejoró desde el 15,1% hasta el 15,4%.

Los gastos financieros netos aumentaron desde EUR 6,9 millones en 2016 hasta EUR 9,4 millones en 2017 debido al mayor endeudamiento bruto del Grupo.

La tasa impositiva efectiva en 2017 alcanzó el 31,4% (23,4% en 2016) debido al efecto negativo de la reforma tributaria en EEUU en las bases imponibles negativas generadas por la filial estadounidense del Grupo. Tras esto, el beneficio neto atribuible se situó en EUR 34,3 millones, tal y como hemos señalado.

Destacar asimismo la fuerte generación de caja lograda por TLGO durante el año, EUR 188 millones, gracias principalmente al descenso del capital circulante en EUR 133 millones. Como consecuencia, la deuda neta retrocedió desde EUR 191 millones en 2016 hasta EUR 30 millones en 2017, lo que supone un ratio deuda neta/EBITDA de 0,3 veces.

Estos resultados están sustancialmente por debajo de las estimaciones que teníamos antes (publicadas en mayo de 2017), ya que contemplábamos un ritmo más rápido de ejecución de los contratos que tiene en cartera el Grupo. En cualquier caso, no se debe a un deterioro de las condiciones de negocio a las que se enfrenta la Compañía, tal y como queda patente por el desarrollo de su cartera de contratos. En el cuadro n. 2 de este informe recogemos una comparativa de las principales magnitudes de la cuenta de resultados del ejercicio 2017 respecto a nuestras anteriores estimaciones.

## ESPERAMOS UN NUEVO REPUNTE DE LOS RESULTADOS DE TALGO A MEDIDA QUE EL CONTRATO QUE MANTIENE CON RENFE ENTRE EN FASE DE FABRICACIÓN

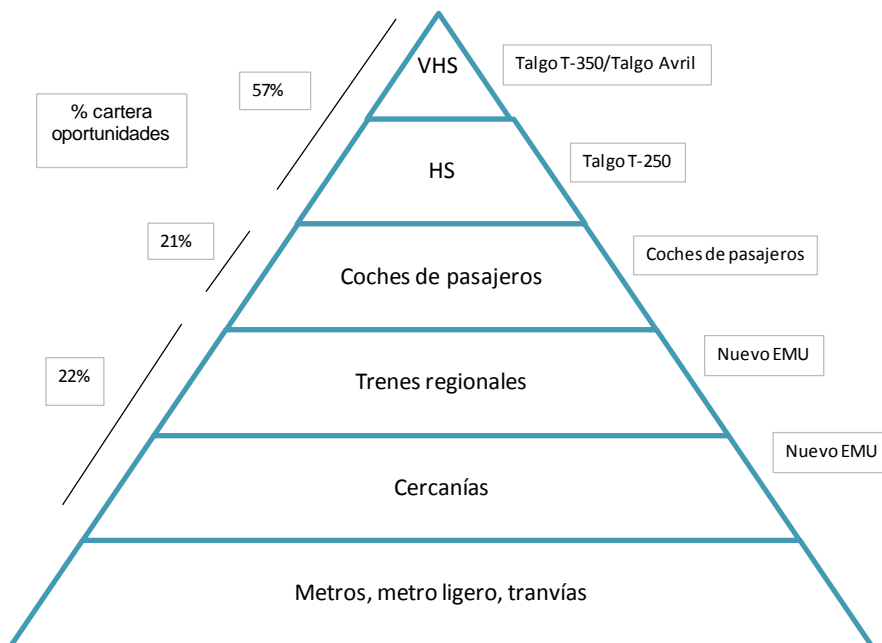
Antes de comenzar a explicar nuestras estimaciones para los próximos ejercicios, recordamos que TLGO está enfocando su estrategia hacia la consecución de una mayor recurrencia en su cartera de pedidos. Para ello, la Compañía está entrando en nuevos segmentos de mercado: i) trenes regionales y de mercancías, segmento para el que acaba de desarrollar un nuevo Talgo EMU, y que consta de pedidos más pequeños, pero más recurrentes (la Compañía todavía no se ha adjudicado nada en este nuevo segmento); y ii) la renovación de material rodante, actividad donde la competencia es reducida. Además, la Compañía ha reforzado su actividad comercial incrementando en un 30% el número de empleados de ésta y ha reenfocado su estrategia hacia una más proactiva a la consecución de contratos y con un mayor enfoque en el cliente.

Con esto, TLGO espera multiplicar hasta en 4 veces el número de ofertas presentadas y seguir creciendo con un ritmo de adjudicaciones más regular año tras año, sin que ello signifique el descenso de la calidad de los proyectos en cartera.

Señalar, asimismo, que TLGO se encuentra actualmente trabajando sobre una cartera de posibles pedidos de EUR 8.500 millones para los próximos dos años, con la mayor parte de éstos en los segmentos “tradicionales” del Grupo, los trenes de alta y muy alta velocidad, tal y como se muestra en el gráfico a continuación, en el que recordamos la cartera de productos con los que cuenta el Grupo y a qué segmento de mercado va destinado cada uno:

Gráfico n. 1

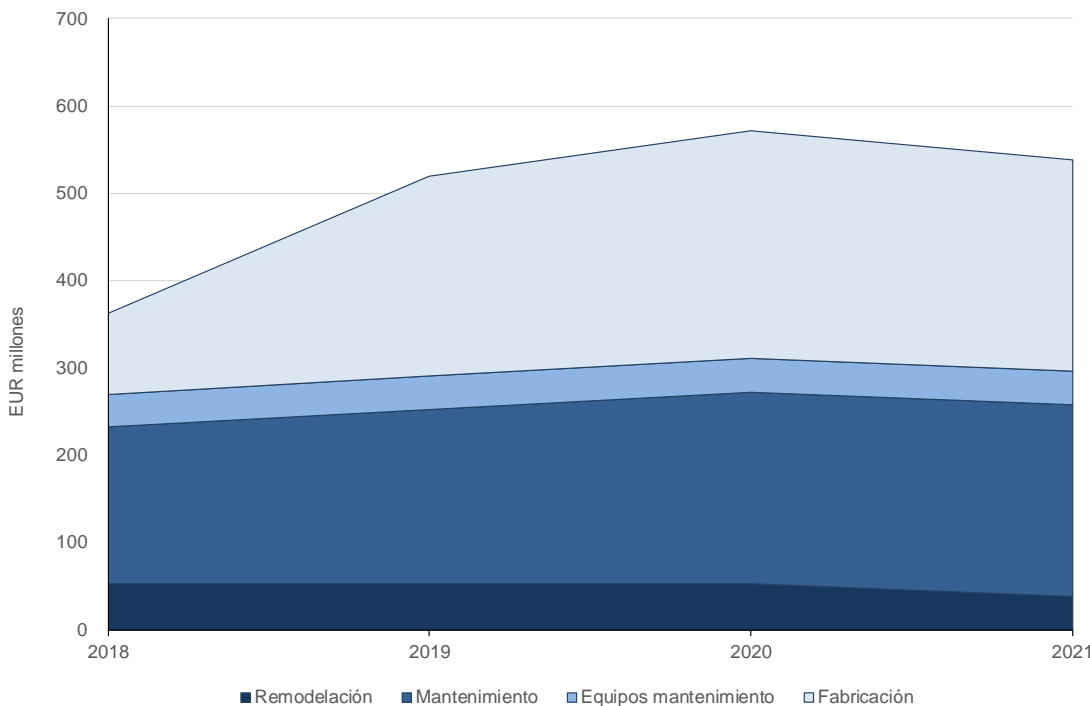
### OPORTUNIDADES DE NEGOCIO IDENTIFICADAS POR TALGO 2018–2019



Fuente: Presentación de resultados de la Compañía.

Teniendo en cuenta este escenario, hemos llevado a cabo una revisión de nuestras estimaciones de resultados para la Compañía. Además, presentamos nuestras estimaciones para los ejercicios 2020 y 2021.

Así, esperamos que la cifra de negocio de TLGO siga reflejando la menor recurrencia de los segmentos de negocio en los que se viene concentrando la Compañía tradicionalmente, lo que se traduce en que el ritmo de ejecución del pedido de trenes de alta velocidad para RENFE condicionará la evolución de la misma, tal y como mostramos en el gráfico a continuación:

**Gráfico n. 2**
**PROYECCIÓN DE LA CIFRA DE NEGOCIO POR LÍNEA DE ACTIVIDAD**


Fuente: Estimaciones propias

Con esto esperamos que la cifra de negocio de TLGO registre un crecimiento del 8,8% en tasa anual compuesta (tacc) hasta 2021, año en el que calculamos se situará en EUR 537,7 millones. Señalar que estas estimaciones incluyen hasta 2020 los contratos que el Grupo ya tiene en cartera, mientras que en 2021 hemos incluido una facturación de EUR 100 millones procedente de contratos que TLGO se vaya adjudicando en los próximos 24 meses, cifra que nos parece razonable dadas las oportunidades de negocio que antes hemos señalado.

Por su parte, esperamos que el EBITDA ajustado del Grupo registre un crecimiento del 2,5% tacc hasta situarse en EUR 96,8 millones en 2021, con un pico de EUR 108,6 millones en 2020. Señalar que esperamos que en 2018 TLGO mantenga un margen EBITDA ajustado/ventas elevado, del 20%, al ponderar en dicho ejercicio más los contratos de remodelación y mantenimiento, para posteriormente retroceder hasta el 19% en 2019 y 2020, a medida que aumenta la actividad de fabricación, y el 18% en 2021, ya que prevemos que la entrada de

**Talgo (TLGO), Abril 2018**

TLGO en los nuevos segmentos de mercado, más recurrentes pero con más competencia, presionarán ligeramente los márgenes del Grupo. En cualquier caso, estos márgenes seguirán siendo elevados para un negocio industrial, característica que diferencia a TLGO de sus principales competidores.

Por el contrario, proyectamos un descenso del 8,3% tacc de las amortizaciones del Grupo hasta EUR 15,6 millones, debido a la finalización de la amortización del nuevo tren AVRIL (que se excluye de las magnitudes ajustadas) a finales de 2018. Como consecuencia, esperamos un crecimiento del EBIT del 6,4% tacc hasta EUR 76,2 millones en 2021, tal y como se muestra en el cuadro n. 1.

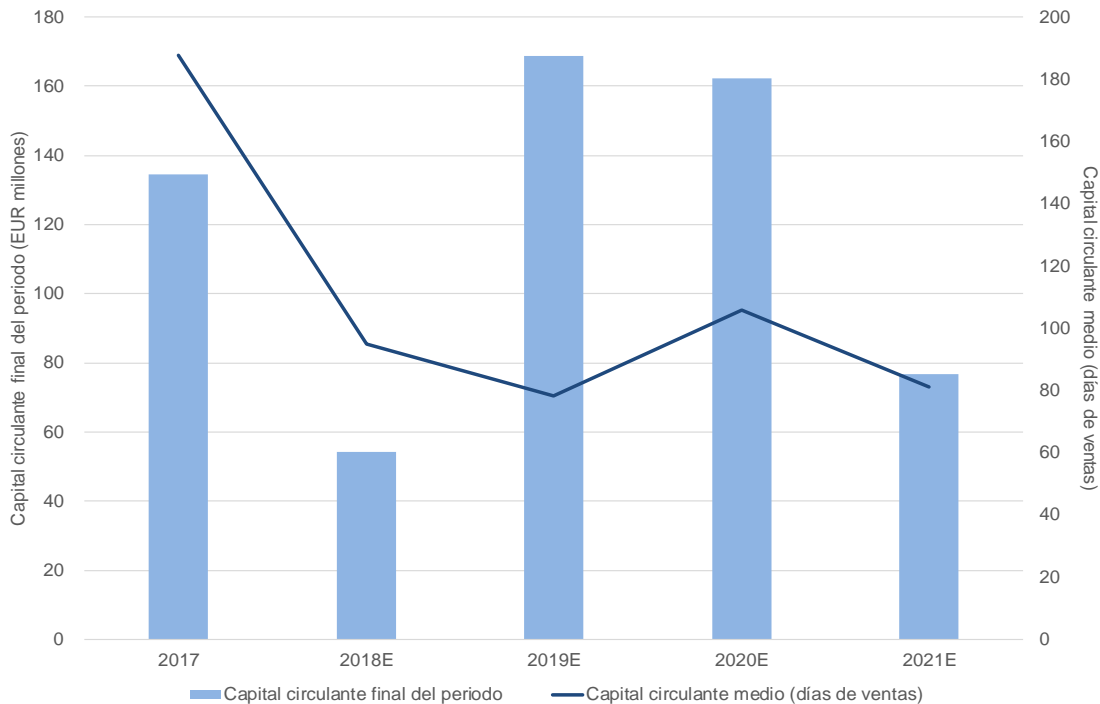
**Cuadro n. 1**
**PROYECCIÓN DE LOS RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN 2017–2021E**

EUR millones	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	Tasa (21/17)
Cifra de negocio	384,4	363,1	519,2	571,7	537,7	8,8%
Crecimiento (%)	-33,7%	-5,5%	43,0%	10,1%	-5,9%	
EBITDA ajustado	87,6	72,6	98,6	108,6	96,8	2,5%
Crecimiento (%)	-22,7%	-17,0%	35,8%	10,1%	-10,9%	
Margen (%)	22,8%	20,0%	19,0%	19,0%	18,0%	
EBIT ajustado	74,7	59,3	83,8	92,9	80,2	1,8%
Crecimiento (%)	-27,1%	-20,6%	41,3%	10,8%	-13,7%	
Margen (%)	19,4%	16,3%	16,1%	16,2%	14,9%	
EBIT	59,4	44,0	79,8	88,9	76,2	6,4%
Crecimiento (%)	-32,3%	-25,9%	81,4%	11,4%	-14,3%	
Margen (%)	15,4%	12,1%	15,4%	15,5%	14,2%	

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; estimaciones propias.

Esperamos un progresivo descenso de los gastos financieros del Grupo a medida que éste va reduciendo su endeudamiento bruto, desde EUR 9,4 millones en 2017 hasta EUR 2,8 millones en 2021.

En concreto esperamos un descenso de la deuda bruta del Grupo desde EUR 273,2 millones en 2018 hasta EUR 95 millones en 2021, de acuerdo con la estructura actual de su endeudamiento. No obstante, esperamos que la capacidad de generar caja de TLGO, unida a unas necesidades más controladas de capital circulante (tal y como se exhibe en el gráfico n. 3), lleven a la Compañía a acumular una importante caja neta al final del periodo. En concreto, esperamos que TLGO pase de una posición de deuda neta de EUR 30 millones en 2017 a una posición de tesorería neta de EUR 168 millones en 2021. En estos cálculos hemos tenido en cuenta unas inversiones por importe de cerca de EUR 50 millones y una distribución de dividendos por importe de unos EUR 74 millones en todo el periodo proyectado. No obstante, en este contexto no descartamos que la Compañía decida amortizar anticipadamente deuda y/o incrementar más su retribución al accionista, con el fin de optimizar su estructura de capital, tal y como analizamos más adelante.

**EVOLUCIÓN PROYECTADA DEL CAPITAL CIRCULANTE OPERATIVO MEDIO (2017–2021E)**


Fuente: Estados financieros de la compañía 2017; estimaciones propias.

Finalmente, contemplamos una tasa impositiva del 24% en todo el periodo proyectado. Con todo ello, hemos calculado que el beneficio neto de TLGO pasará de EUR 34,3 millones en 2017 a EUR 28,5 millones en 2018, EUR 56,1 millones en 2019, EUR 64,1 millones en 2020 y EUR 55,7 millones en 2021.

Estas estimaciones suponen una revisión a la baja de las que contemplábamos anteriormente, debido principalmente a que la entrada en la cuenta de resultados del contrato de RENFE será algo más lenta de lo que contemplábamos antes y de que también habíamos sido más optimistas en la consecución de nuevos contratos por parte de TLGO en el corto plazo. El margen EBITDA ajustado lo hemos mantenido sin apenas variaciones. Además, hemos contemplado un descenso de las amortizaciones en 2019 como consecuencia de la finalización de la amortización de la nueva plataforma AVRIL, tal y como hemos señalado antes, y que antes no contemplábamos.

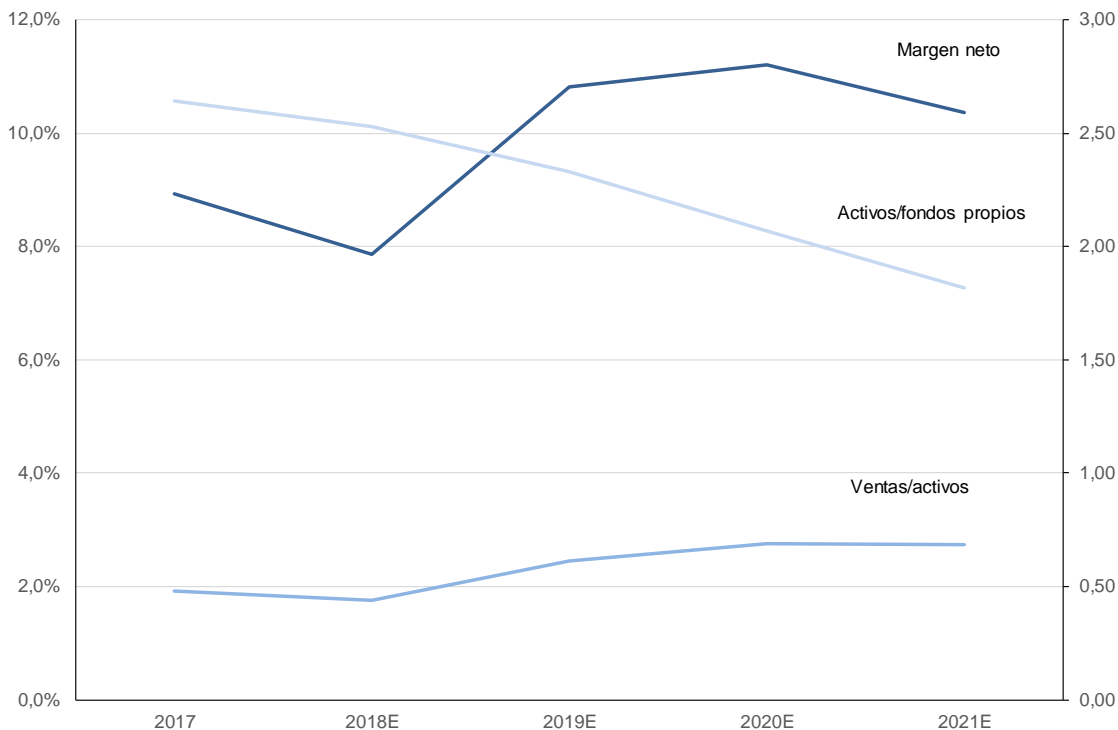
**COMPARATIVA DE LAS NUEVAS ESTIMACIONES RESPECTO A LAS ANTERIORES**

EUR millones		2017 (*)	2018E	2019E
Cifra de negocio	Nuevas estimaciones	384	363	519
	Estimaciones anteriores	502	502	655
EBITDA ajustado	Nuevas estimaciones	88	73	99
	Estimaciones anteriores	98	95	125
Beneficio neto	Nuevas estimaciones	34	29	56
	Estimaciones anteriores	48	46	70

Fuente: Resultados financieros 2017; estimaciones propias.

(\*) El ejercicio 2017 es estimado en nuestras estimaciones anteriores y es el real en las actuales.

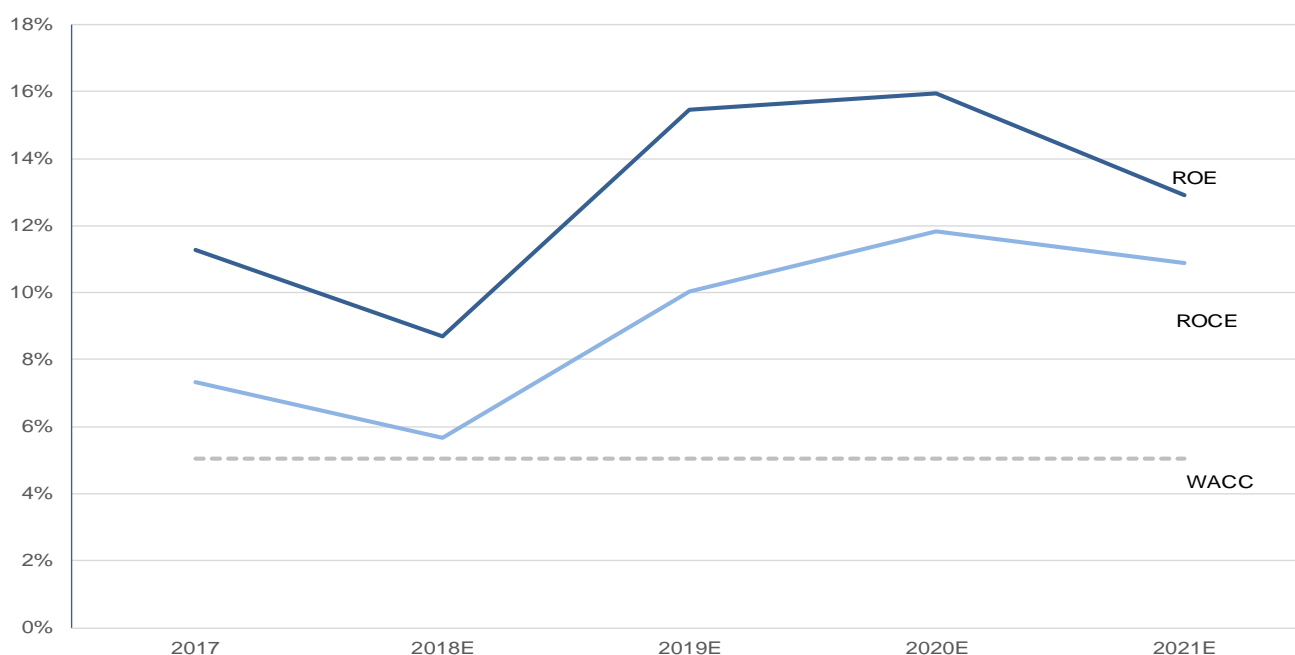
Con esto, calculamos que la rentabilidad del capital invertido medio (ROCE) aumentará desde el 7,3% en 2017 hasta el 10,9% en 2021, y que la rentabilidad de los fondos propios medios (ROE) mejorará desde el 11,3% hasta el 12,9%, si bien ambas registrando altibajos debido a la naturaleza algo errática que todavía tienen los resultados del Grupo. Analizando la descomposición del ROE vemos que el progresivo desapalancamiento financiero que proyectamos para la Compañía lastrará esta medida de rentabilidad.

**DESCOMPOSICIÓN DUPONT DEL ROE (2017–2021E)**


Fuente: Estados financieros de la compañía 2017; estimaciones propias.



En cualquier caso, el ROE se mantendrá en todo momento por encima del ROCE, lo que implica una estructura de capital eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad alcanzable por el accionista. Igualmente, el ROCE superará durante todo el periodo proyectado el coste de capital (WACC), con lo que se puede concluir que el Grupo creará valor en términos de *Economic Value Added (EVA)*.

**Gráfico n. 5**
**ROE Y ROCE VS WACC (2017–2021E)**


Fuente: Estados financieros de la compañía 2017; estimaciones propias.

**HEMOS VALORADO TALGO EN EUR 6,42 POR ACCIÓN, LO QUE A LOS PRECIOS ACTUALES SUPONE UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 16%**

Hemos valorado TLGO utilizando un modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos con el que hemos obtenido un valor para la Compañía de EUR 1.310,68 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 9,60. A este valor hemos decidido aplicarle un descuento del 20% debido a que no pertenece al Ibex-35 y a que el capital que fluctúa libremente (*free-float*) del Grupo es sólo de alrededor de EUR 400 millones en la actualidad, lo que limita la liquidez del valor en Bolsa, por un lado, y hace que éste tenga menos interés para los inversores internacionales, por el otro. Una vez aplicado el descuento obtenemos un precio de EUR 7,68 por acción.

Las principales hipótesis incluidas en nuestro modelo de valoración se detallan en la exposición que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2018–2021. El coste medio ponderado del capital del Grupo (WACC), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 5,05% (su cálculo se recoge en el anexo n. 3).

Esta valoración supera a la que realizamos en mayo de 2017 (EUR 7,39 por acción) a pesar de la revisión a la baja que hemos realizado de los resultados hasta 2019 por el menor WACC que hemos empleado (5,05% vs 5,62%) como consecuencia del descenso de la prima del mercado, desde 6,91% hasta 6,08%, y de la rentabilidad del bono español a 10 años, desde el 1,55% hasta el 1,23%.

Asimismo, hemos valorado TLGO en función de los multiplicadores bursátiles para el ejercicio 2019 a los que cotizan sus competidores CAF y Alstom. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de TLGO de EUR 6,46 por acción, lo que supone valorar el Grupo en EUR 882,48 millones. Igualmente, a esta valoración hemos decidido aplicarle un descuento del 20% por la menor capitalización del Grupo y porque TLGO todavía no se encuentra en los segmentos más recurrentes del sector, obteniendo un precio objetivo para el valor de EUR 5,17 por acción. Nuestra valoración de mayo de 2017 empleando este método apuntaba a un precio de EUR 5,40 por acción.

**Cuadro n. 3**
**VALORACIÓN DE TALGO POR MULTIPLICADORES BURSÁTILES (09/04/2018)**

	PER 2019E	EV/EBITDA 2019E	CFA 2019E
Grupo referencia	16,7X	8,7X	11,9X
Valoración TLGO (EUR/acción)	6,87	6,33	6,18
Valoración media (EUR/acción)			6,46
<b>Valoración tras descuento (20%)</b>			<b>5,17</b>

Fuente: FactSet; elaboración propia.

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para TLGO de EUR 877,26 millones y un precio objetivo 12 meses para sus acciones de EUR 6,42 (EUR 6,39 en nuestra valoración anterior de mayo de 2017), respecto al cual las acciones de TLGO presentan un potencial de revalorización del 16% a los precios actuales a los que cotiza el valor.

**REITERAMOS NUESTRA RECOMENDACIÓN DE ACUMULAR EL VALOR EN CARTERA**

TLGO es uno de los principales fabricantes de material rodante de España y está especializado en los segmentos de Muy Alta Velocidad y Alta Velocidad, donde tiene una cuota de mercado del 50% en el país, y en coches de pasajeros pendulares. En este segmento se ha adjudicado importantes contratos internacionales, el más relevante y significativo el adjudicado a través de un consorcio en el que participan importantes compañías españolas para el desarrollo del AVE La Meca–Medina. Por su lado, en el mercado nacional, TLGO se adjudicó el pasado año un importante contrato para RENFE, por un importe de cerca de EUR 900 millones, y con el que pondrá en mercado su nueva plataforma de Muy Alta Velocidad AVRIL. Además, la Compañía acaba de desarrollar un nuevo producto destinado al transporte regional de pasajeros, ampliando su cobertura del sector y entrando en un segmento que esperamos le aporte una mayor recurrencia a su cuenta de pérdidas y ganancias; todavía no se ha adjudicado ningún contrato con este producto, no obstante.

Además, como parte integral de su modelo de negocio, la Compañía realiza el mantenimiento de todos aquellos trenes y vagones que fabrica e, incluso, de algunos productos fabricados por terceros, lo que le otorga una serie de ventajas competitivas al cerrar el ciclo tecnológico del producto, lo que le hace más competitivo en la prestación de estos servicios y, al mismo tiempo, proporcionarle importante *feedback* sobre el comportamiento

## Talgo (TLGO), Abril 2018

de su propio producto para mejorarlo. Además, esta actividad le aporta cierta recurrencia a la cuenta de resultados del Grupo. Hay que añadir que, apalancándose en esta experiencia, TLGO ha abierto una nueva línea de actividad, la de la remodelación integral y extensión de la vida de material rodante. Creemos que esta nueva línea de negocio, donde no hay mucha competencia, demuestra la flexibilidad del Grupo para adaptarse al mercado y detectar nuevas oportunidades de crecimiento en el sector.

Por otro lado, recordamos que la tecnología de TLGO es especialmente atractiva en mercados donde el coste de la inversión es un factor determinante, ya que permite reducir el consumo energético y los costes de explotación, además de acortar los tiempos de trayecto sin necesidad de invertir en infraestructura, infraestructura que en las nuevas líneas de alta velocidad supone la mayor parte de la inversión. Por ello, creemos que TLGO tiene una importante oportunidad de negocio en los mercados emergentes, entre ellos India, donde la Compañía ya ha demostrado con éxito las características de sus trenes.

Es previsible que la demanda del mercado ferroviario mundial mantenga un crecimiento próximo al 2,6% en los próximos años, gracias a la demanda de movilidad, al crecimiento de la población, al desarrollo de los países emergentes y a la liberalización de los mercados maduros, acompañada de cierta demanda de reposición en estos últimos mercados.

Creemos que las perspectivas favorables que presenta el sector y las características técnicas de sus productos permitirán a TLGO mantener un alto nivel de actividad en los próximos años. No obstante, al concentrarse todavía la actividad del Grupo en un segmento de pocos contratos de gran tamaño hemos decidido ser conservadores en nuestras estimaciones. En concreto, hemos calculado un crecimiento del cash flow de explotación (EBITDA) ajustado del 2,5% anual hasta 2021.

En cualquier caso, la flexibilidad de su estructura productiva, con un porcentaje de costes fijos de sólo alrededor del 20%, le permite adaptarse fácilmente a descensos puntuales de su cartera de negocio, lo que limita el riesgo inherente al mismo. Igualmente, este modelo de producción reduce sus necesidades de inversión en capital para afrontar nuevos proyectos.

Además, TLGO cuenta con una sólida estructura financiera, fruto de su gran capacidad de generación de caja, lo que le permitirá afrontar con solvencia un posible incremento de su cartera de proyectos. En concreto, calculamos que en 2018 TLGO volverá a contar con una posición de tesorería neta y no descartamos que decida distribuir a sus accionistas un dividendo extraordinario significativo en los próximos años.

Hemos revisado nuestro precio objetivo para TLGO desde EUR 6,39 hasta de **EUR 6,42 por acción**, por lo que en la actualidad el valor presenta un potencial de revalorización del 16%. Por ello, y a pesar de que TLGO acumula una revalorización del 30% en lo que va de año, mantenemos nuestra recomendación para el valor en **ACUMULAR**, y aprovecharíamos posibles recortes en su cotización para tomar posiciones en él. No obstante, debemos señalar que algunos mercados objetivo a los que se dirige el Grupo tienen cierto riesgo. Esto, y la concentración de la cartera de TLGO actualmente en unos pocos clientes, hacen que calificuemos el riesgo de la inversión como **ALTO**. A medida que aumente el peso de la actividad de mantenimiento en el negocio de TLGO y se produzca su entrada efectiva en los trenes regionales, mayor será la recurrencia y la visibilidad de los resultados del Grupo.

**ANEXO n. 1**
**PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS**

(Evolución 2014/2017; Proyecciones 2018/2021)

	2021E	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>								
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	2,02	2,40	1,82	2,97	2,60	2,37	1,54	1,37
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	1,00	0,74	0,71	1,82	1,11	0,19	0,09	0,37
. Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	76,88	162,35	168,62	54,20	134,49	260,86	135,45	7,95
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>								
. Patrimonio neto/pasivo total	0,57	0,54	0,44	0,42	0,37	0,39	0,34	0,42
. Patrimonio neto/pasivo l/p	5,70	2,89	2,42	1,19	1,01	1,11	1,26	2,37
. Patrimonio neto/activo fijo	1,75	1,62	1,44	1,29	1,15	1,05	0,84	0,93
. Fondos accionista/activo fijo	1,31	1,18	1,02	0,87	0,74	0,65	0,43	0,51
. Recursos permanentes/activo fijo	2,06	2,17	2,04	2,38	2,28	1,99	1,50	1,33
. Recursos ajenos/activo total	0,43	0,46	0,56	0,58	0,63	0,61	0,66	0,58
. Deuda neta/fondos accionista	-51%	-18%	-3%	-37%	15%	105%	104%	-25%
. EBIT/gastos financieros netos	27,06	19,45	13,39	6,79	6,34	12,70	16,14	9,40
. Gastos financieros netos/ventas n.	0,5%	0,8%	1,1%	1,8%	2,4%	1,2%	1,0%	1,4%
. CF explot./gts.financieros netos	32,97	22,89	15,87	10,59	8,92	15,64	21,00	12,89
. Endeudamiento neto (EUR millones)	(167,8)	(54,4)	(8,8)	(84,9)	30,0	191,0	123,0	(34,4)
<b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>								
. ROA	7,1%	7,7%	6,6%	3,4%	4,3%	8,6%	9,4%	6,8%
. ROE	12,9%	15,9%	15,5%	8,7%	11,3%	23,6%	24,8%	17,5%
. ROCE	10,9%	11,8%	10,0%	5,7%	7,3%	14,9%	18,7%	16,0%
. BA/fondos accionista (A)	23,0%	29,1%	29,5%	17,4%	26,1%	53,8%	58,7%	42,3%
. BA/recursos permanentes (A1)	14,0%	16,0%	13,6%	7,0%	10,0%	18,0%	20,8%	15,9%
. A/A1	1,64	1,82	2,16	2,48	2,60	2,99	2,82	2,65
<b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>								
. Margen bruto	48,0%	46,0%	48,0%	62,0%	61,6%	43,1%	49,5%	54,3%
. Ebitda/ventas	17,3%	18,3%	18,2%	18,9%	21,7%	18,6%	20,0%	18,1%
. Margen explotación	14,2%	15,5%	15,4%	12,1%	15,4%	15,1%	15,4%	13,2%
. BA/ventas	13,6%	14,7%	14,2%	10,3%	13,0%	13,9%	14,4%	11,8%
. BºNeto/ventas	10,4%	11,2%	10,8%	7,9%	8,9%	10,7%	11,4%	10,0%
<b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>								
. Ventas/tesorería	2,54	2,86	1,80	1,25	2,72	18,95	9,46	4,17
. Ventas/cuentas a cobrar	2,43	2,08	2,39	1,80	1,29	1,87	2,39	2,82
. Ventas/existencias	5,90	6,38	7,16	5,64	4,74	6,38	6,49	6,34
. Ventas/activo total	0,69	0,69	0,61	0,44	0,48	0,81	0,82	0,68
<b>DATOS POR ACCIÓN</b>								
. Beneficio neto por acción (Euro)	0,41	0,47	0,41	0,21	0,25	0,45	0,44	0,28
. Dividendo por acción (Euro)	0,20	0,23	0,21	0,10	0,00	0,07	0,00	0,00
. Cash-flow por acción (Euro)	0,53	0,58	0,52	0,39	0,49	0,60	0,61	0,42
. Valor contable por acción (Euro)	3,25	3,08	2,81	2,50	2,30	2,15	1,69	1,82
. Precio/valor contable (*)	1,70	1,80	1,96	2,20	2,40	2,11	3,37	--
<b>RATIOS BURSÁTILES</b>								
. Precio (Euro) (*)	5,52	5,52	5,52	5,52	5,52	4,52	5,70	--
. PER (veces)	13,5	11,8	13,4	26,4	22,0	10,0	13,1	--
. Precio/Cash-flow	10,4	9,4	10,6	14,2	11,3	7,5	9,3	--
. Rentabilidad por dividendo	3,7%	4,3%	3,7%	1,9%	0,0%	1,6%	0,0%	--
. Pay-out	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	20,0%	16,2%	0,0%	0,0%

(\*) La cotización utilizada para los ejercicios 2017-2021 es la actual.

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Talgo (TLGO), Abril 2018

**ANEXO n. 2**
**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado**

(Evolución 2014/2017; Proyecciones 2018/2021)

EUR millones	2021E	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014
Total Ventas	537,75	571,73	519,17	363,12	384,38	579,77	520,70	384,31
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,06)	(1,73)	1,92	5,25
Coste de Ventas	(279,63)	(308,73)	(269,97)	(137,99)	(147,38)	(328,21)	(264,67)	(180,81)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>258,12</b>	<b>262,99</b>	<b>249,20</b>	<b>225,14</b>	<b>236,95</b>	<b>249,83</b>	<b>257,95</b>	<b>208,75</b>
Gastos Explotación	(165,32)	(158,37)	(154,56)	(156,51)	(153,40)	(141,90)	(153,82)	(139,01)
Amortizaciones y provisiones	(16,63)	(15,73)	(14,83)	(24,63)	(24,20)	(20,30)	(24,10)	(18,87)
<b>BENEFICIO EXPLOTACIÓN</b>	<b>76,17</b>	<b>88,90</b>	<b>79,81</b>	<b>44,00</b>	<b>59,35</b>	<b>87,63</b>	<b>80,03</b>	<b>50,88</b>
Rdos. financieros netos	(2,81)	(4,57)	(5,96)	(6,48)	(9,37)	(6,90)	(4,96)	(5,41)
<b>RDO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)</b>	<b>73,35</b>	<b>84,33</b>	<b>73,85</b>	<b>37,52</b>	<b>49,98</b>	<b>80,73</b>	<b>75,07</b>	<b>45,47</b>
Impuestos	(17,60)	(20,24)	(17,72)	(9,00)	(15,68)	(18,88)	(15,49)	(6,98)
<b>B. ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>55,75</b>	<b>64,09</b>	<b>56,13</b>	<b>28,51</b>	<b>34,30</b>	<b>61,85</b>	<b>59,58</b>	<b>38,48</b>
Rdo. Actividades interrumpidas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>RESULTADO CONSOLIDADO</b>	<b>55,75</b>	<b>64,09</b>	<b>56,13</b>	<b>28,51</b>	<b>34,30</b>	<b>61,85</b>	<b>59,58</b>	<b>38,48</b>
Minoritarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>55,75</b>	<b>64,09</b>	<b>56,13</b>	<b>28,51</b>	<b>34,30</b>	<b>61,85</b>	<b>59,58</b>	<b>38,48</b>
<i>EBITDA</i>	<i>92,79</i>	<i>104,63</i>	<i>94,64</i>	<i>68,62</i>	<i>83,55</i>	<i>107,93</i>	<i>104,13</i>	<i>69,75</i>
<i>EBIT</i>	<i>76,17</i>	<i>88,90</i>	<i>79,81</i>	<i>44,00</i>	<i>59,35</i>	<i>87,63</i>	<i>80,03</i>	<i>50,88</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>72,38</i>	<i>79,82</i>	<i>70,96</i>	<i>53,14</i>	<i>66,70</i>	<i>82,15</i>	<i>83,68</i>	<i>57,35</i>

**BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado**

(Evolución 2014/2017; Proyecciones 2018/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>265,7</b>	<b>264,6</b>	<b>273,2</b>	<b>280,3</b>	<b>275,7</b>	<b>267,1</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>612,8</b>	<b>549,2</b>	<b>569,4</b>	<b>482,5</b>	<b>396,3</b>	<b>326,2</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>878,5</b>	<b>813,8</b>	<b>842,6</b>	<b>762,8</b>	<b>671,9</b>	<b>593,3</b>

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>383,9</b>	<b>342,0</b>	<b>313,5</b>	<b>293,8</b>	<b>231,0</b>	<b>249,6</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>158,5</b>	<b>286,6</b>	<b>309,7</b>	<b>265,1</b>	<b>183,2</b>	<b>105,4</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>336,1</b>	<b>185,1</b>	<b>219,4</b>	<b>203,9</b>	<b>257,7</b>	<b>238,3</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>878,5</b>	<b>813,8</b>	<b>842,6</b>	<b>762,8</b>	<b>671,9</b>	<b>593,3</b>
Número acciones (millones)*	136,56	136,56	136,56	136,83	136,83	136,83

(\*) En marzo de 2015 la Compañía llevó a cabo un split de sus acciones en la proporción de 100x1; el número de acciones de los ejercicios anteriores se ha en la misma proporción.

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

**ANEXO n. 3**
**CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO**

<b>WACC</b> (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva normalizada	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/17	313,54	53%	6,34%	--	6,34%	3,39%
Deuda bruta 31/12/17 (+) (Euro mill.)	273,22	47%	4,70%	24,0%	3,57%	1,66%
<b>Total</b>	<b>586,76</b>	<b>100%</b>				<b>5,05%</b>

(\*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

(+) Empleamos la deuda bruta en lugar de la neta porque la consideramos más representativa de la estructura financiera del Grupo, que ha acumulado un exceso de tesorería en el último año

**VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS**

		Excedente tesorería	Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (Euro mill.)	258,48			
Valor residual	1.208,60			
<b>Total</b>	<b>1.467,08</b>	<b>116,82</b>	<b>(273,22)</b>	<b>1.310,68</b>
Valoración por acción - Euro (*)				9,60
<b>Valoración por acción con descuento 20% - Euro</b>				<b>7,68</b>

Tir bono 10 años:	1,23%
g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Prima mercado:	6,08%
Beta:	0,84
Prima de riesgo	5,11%
PER Residual:	28,2

**CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS**

(Evolución 2014/2017; Proyecciones 2018/2021)

EUR millones	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Beneficio explotación (EBIT)	50,88	80,03	87,63	59,35	44,00	79,81	88,90	76,17
Impuestos imputables al EBIT	(7,83)	(16,79)	(20,49)	(18,62)	(10,56)	(19,16)	(21,34)	(18,28)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>43,05</b>	<b>63,24</b>	<b>67,14</b>	<b>40,73</b>	<b>33,44</b>	<b>60,66</b>	<b>67,56</b>	<b>57,89</b>
Amortización	16,81	19,28	19,73	22,13	23,63	13,83	14,73	15,63
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>59,86</b>	<b>82,51</b>	<b>86,87</b>	<b>62,86</b>	<b>57,07</b>	<b>74,49</b>	<b>82,29</b>	<b>73,52</b>

